【广发纺服】安踏体育（02020.HK）

出售 Precor，户外品牌矩阵精简化

公司评级	买入
当前价格	130.30 港元
合理价值	147.83 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-14

核心观点：

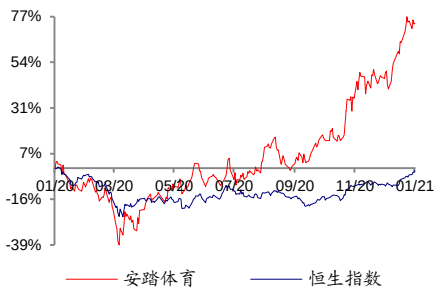
- **出售健身器械品牌 Precor，户外品牌矩阵精简化。**Amer Sports 向 Peloton 出售旗下的健身器械品牌 Precor，作价 4.2 亿美元。本次交易预计于 2021Q1 完成，并贡献 2000 万美元收益（不含税及交易成本）。这部分收益将以安踏体育 52.70%持有 Amer Sports 的比例贡献到安踏 2021 年财报，对 2020 年无影响，公司保持 2020 下半年 Amer 能盈利的判断不变，全年报表端投资收益亏损相比 H1 会收窄。此外，本次交易预计为 Amer Sports 带来 3.6 亿美元的净现金（扣税、交易成本后），有利于 Amer Sports 聚焦于“大品牌、大渠道、大国家”战略，为始祖鸟、Solomon、Wilson 三大核心品牌在中国的直营门店开拓战略提供资金支持。我们认为未来公司可能会进一步剥离非主要品牌，强化品牌矩阵的聚焦能力。
- **收购锐步的短期可能性低。**我们认为短期收购锐步的可能性较低。（1）收购锐步财务代价高；（2）公司目前的重心在于专业、时尚、户外三足鼎立且价位不断拔高，目前的品牌矩阵已能充分满足公司的战略需求；（3）公司目前在安踏、FILA、迪桑特、可隆、始祖鸟、Salomon、Wilson 上都需强将统领，很难有精力再去管理一个重要品牌。
- **20-22 年业绩分别为 1.89 元/股、2.74 元/股、3.43 元/股。**预计公司 2020-2022 年收入分别达 359.6/431.5/516.4 亿元，分别同比增长 6.0%/20.0%/19.7%；预计归母净利润分别达 51.1/74.0/92.8 亿元，分别同比增长-4.4%/44.9%/25.4%。参考可比公司 2021 年 PE 平均值为 43.14x（剔除异常值露露柠檬）。给予公司 2021 年 45 倍 PE，人民币港币汇率取 0.8337，对应合理价值 147.83 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**FILA 增速明显放缓、Amer 海外业务利润低于预期等。

盈利预测：*本文如无特殊说明，货币单位均为人民币

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,121	33,926	35,986	43,169	51,663
增长率（%）	44.5%	40.7%	6.1%	20.0%	19.7%
EBITDA（百万元）	4,704	8,303	8,706	11,653	14,233
归母净利润（百万元）	4,103	5,344	5,110	7,404	9,281
增长率（%）	32.9%	30.3%	-4.4%	44.9%	25.4%
EPS（元/股）	1.53	1.98	1.89	2.74	3.43
市盈率（P/E）	20.7	29.7	57.3	39.6	31.6
ROE（%）	26.0%	26.6%	20.4%	23.0%	22.5%
EV/EBITDA	16.35	19.09	33.22	29.20	23.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师：糜韩杰
SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
021-38003650
mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

【广发纺服&海外】安踏体育（02020.HK）:20Q3 业绩符合预期，看好 Q4 继续恢复 2020-10-16

【广发纺服】安踏体育（02020.HK）:上半年顺利收官，看好主品牌直营化 2020-08-26

【广发纺服&海外】安踏体育（02020.HK）:20H1 收入超预期，看好 20H2 收入表现 2020-07-21

一、 盈利预测与估值

收入拆分：我们预计公司 2020-2022 年收入分别达 359.6/431.5/516.4 亿元，分别同比增长 6.0%/20.0%/19.7%。其中安踏品牌收入分别达 165.6/189.2/220.4 亿元，分别同比增长-5.1%/14.3%/16.5%；FILA 品牌收入分别达 170.3/210.2/254.2 亿元，分别同比增长 15.3%/23.4%/21.0%；其他品牌品牌收入分别达 23.8/32.1/41.8 亿元，分别同比增长 39.3%/35.0%/30.0%。FILA 仍然是整体收入增长的主力，其他品牌大幅增长主要受益于迪桑特扩张势能的延续，迪桑特 2020 年全年流水超 16 亿元。

毛利率：预计 2020-2022 年毛利率分别达 56.1%/59.0%/60.4%，其中安踏品牌分别达 40.5%/42.5%/43.3%；FILA 分别达 69.6%/72.2%/73.2%；其他品牌分别达 67.2%/70.2%/73.2%。这主要都是受益于吊牌价的稳步提升和发货折扣的稳定，另外 2020 年毛利率相比 2019 年有所下降主要系安踏品牌回收经销商部分库存以减轻终端压力、FILA 终端折扣因疫情影响而跟随行业提升折扣所致。

表 1：安踏体育收入拆分

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
安踏收入（百万元）	11,985	14,327	17,450	16,558	18,919	22,044
YOY		19.5%	21.8%	-5.1%	14.3%	16.5%
FILA 收入(百万元)	4,351	8,492	14,770	17,028	21,017	25,423
YOY		95.2%	73.9%	15.3%	23.4%	21.0%
其他品牌收入(百万元)	356	1,282	1,708	2,380	3,213	4,176
YOY		260.0%	33.3%	39.3%	35.0%	30.0%
其他收入（百万元）	458	21	-2	-2	-2	-2
YOY		-95.4%	-107.5%	0.0%	8.0%	8.0%
合计收入（百万元）	**17,150**	**24,121**	**33,926**	**35,964**	**43,147**	**51,642**
YOY		**40.6%**	**40.7%**	**6.0%**	**20.0%**	**19.7%**

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

综上，预计归母净利润分别达 51.1/74.0/92.8 亿元，分别同比增长 -4.4%/44.9%/25.4%；EPS 分别为分别为 1.89 元/股、2.74 元/股、3.43 元/股，对应 2.27 HKD/股、3.29 HKD/股、4.12 HKD/股，人民币港币汇率取 0.8337。参考可比公司 2021 年 PE 平均值为 43.14x（剔除异常值露露柠檬）。给予公司 2021 年 45 倍 PE，对应合理价值 147.83 港元/股，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（收盘价截至2021年1月14日）

股票简称	股票代码	货币单位	收盘价（元/股）	EPS（元/股）			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
耐克	NKE.N	USD	143.14	2.50	3.03	3.88	57.34	47.22	36.90
阿迪达斯	ADS. DF	EUR	290.78	2.19	8.67	10.68	133.00	33.52	27.23
露露柠檬	LULU.O	USD	352.39	5.35	4.60	6.71	65.92	76.69	52.52
彪马	PUM.DF	EUR	134.53	89.19	0.54	1.96	164.23	45.47	33.88

李宁	02331.HK	HKD	49.15	0.77	1.06	1.36	63.62	46.35	36.07
平均值							104.55	43.14	33.52

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心。注：安踏盈利预测为广发纺服预测。

二、 风险提示

（一）FILA 增速明显放缓的风险：FILA 是近年来公司股价上涨的主要动力，由此前的 50%+增长放缓至本年度的 20%-25%左右增长（疫情影响），由于 FILA 定位高端，能够开拓的门店有限，因此未来增速放缓是必然的，但是若 FILA 增速下降过快，可能存在股价剧烈波动的风险。

（二）Amer 海外业务利润低于预期的风险：Amer 业务主要收入来自海外，在疫情影响下，海外业务受挫严重，且国内的扩张还需时间消化亏损，不足以填补海外业务的亏损，因此若海外业务录得巨额亏损，对投资收益影响较大，进而影响归母净利润。

资产负债表 单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**19,284**	**23,321**	**32,520**	**36,054**	**41,028**
货币资金	10,091	12,605	15,817	18,750	21,961
应收及预付	4,638	6,306	7,050	7,859	8,833
存货	2,892	4,405	5,262	5,050	5,836
其他流动资产	1,662	4	4,391	4,395	4,398
非流动资产	**5,090**	**17,898**	**18,444**	**19,224**	**20,156**
长期股权投资	678	10,615	10,517	10,737	11,064
固定资产	2,536	2,569	2,774	2,996	3,236
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	685	3,915	4,228	4,567	4,932
其他长期资产	1,190	799	925	925	925
资产总计	**24,374**	**41,218**	**50,964**	**55,277**	**61,184**
流动负债	**7,548**	**12,412**	**12,607**	**13,718**	**14,491**
短期借款	1,244	1,359	1,000	1,000	500
应付及预收	2,262	4,163	4,303	4,818	5,569
其他流动负债	4,043	6,890	7,304	7,900	8,422
非流动负债	**306**	**7,746**	**12,036**	**7,618**	**3,199**
长期借款	70	6,644	11,046	6,628	2,209
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	236	1,102	990	990	990
负债合计	**7,854**	**20,157**	**24,643**	**21,336**	**17,690**
股本	259	261	261	261	261
储备	15,932	20,171	25,134	32,323	41,335
其他	-414	-350	-350	-350	-350
归属母公司股东权益	15,777	20,082	25,044	32,234	41,246
少数股东权益	743	979	1,277	1,708	2,248
负债和股东权益	**24,374**	**41,218**	**50,964**	**55,277**	**61,184**

利润表 单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**24,100**	**33,928**	**35,966**	**43,149**	**51,643**
营业成本	11,413	15,269	15,785	17,674	20,426
其他收入	21	-2	20	20	20
费用拆分:					
销售费用	6,525	9,721	10,693	12,709	15,469
管理费用	1,223	1,313	1,391	1,669	1,998
研发费用	599	789	837	1,004	1,201
其他费用	-	-	-	-	-
经营利润	**4,961**	**7,623**	**7,279**	**10,113**	**12,569**
财务费用	-175	110	386	324	57
投资净收益	-	-633	-510	-35	-
其他非经营性损益	631	1,128	1,128	1,128	1,128
税前利润	**5,767**	**8,008**	**7,511**	**10,881**	**13,640**
所得税	1,533	2,384	2,103	3,047	3,819
净利润	4,234	5,624	5,408	7,834	9,821
少数股东损益	131	280	297	431	540
归属母公司净利润	**4,103**	**5,344**	**5,110**	**7,404**	**9,281**
EBITDA	4,704	8,303	8,706	11,653	14,233
EPS（元）	1.53	1.98	1.89	2.74	3.43

现金流量表 单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4,440**	**7,485**	**5,671**	**9,287**	**10,127**
净利润	4,103	5,344	5,110	7,404	9,281
折旧摊销	342	1,469	1,426	1,541	1,664
营运资金变动	-444	-802	-1,046	513	-488
其它	439	1,474	181	-170	-330
投资活动现金流	**-987**	**-13,218**	**-959**	**-1,195**	**-1,470**
资本支出	-808	-1,087	-1,945	-2,101	-2,269
投资变动	1,302	-13,457	95	-222	-330
其他	-1,481	1,327	891	1,128	1,128
筹资活动现金流	**-1,136**	**4,670**	**7,148**	**-10,249**	**-10,390**
银行借款	1,361	6,006	4,402	-4,418	-4,418
股权融资	4	709	-	-	-
其他	-2,502	-2,046	2,746	-5,830	-5,972
现金净增加额	**2,316**	**-1,063**	**7,596**	**2,933**	**3,211**
期初现金余额	**6,968**	**9,284**	**8,221**	**15,817**	**18,750**
期末现金余额	**9,284**	**8,221**	**15,817**	**18,750**	**21,961**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	44.50%	40.65%	6.07%	19.96%	19.68%
营业利润增长	40.57%	53.68%	-4.52%	38.92%	24.29%
归母净利润增长	32.87%	30.25%	-4.37%	44.87%	25.35%
获利能力					
毛利率	52.64%	55.00%	56.11%	59.04%	56.11%
净利率	17.02%	15.75%	14.21%	17.16%	17.97%
ROE	26.00%	26.61%	20.41%	22.97%	22.50%
ROIC	23.01%	18.39%	13.32%	17.81%	20.09%
偿债能力					
资产负债率	32.22%	48.90%	48.35%	38.60%	28.91%
净负债比率	47.54%	95.71%	93.62%	62.86%	40.67%
流动比率	2.55	1.88	2.58	2.63	2.83
速动比率	1.95	1.52	2.16	2.26	2.43
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.82	0.71	0.78	0.84
应收账款周转率	9.50	8.59	7.89	8.88	9.87
存货周转率	8.22	7.60	6.75	8.43	8.73
每股指标（元）					
每股收益	1.53	1.98	1.89	2.74	3.43
每股经营现金流	1.65	2.77	2.10	3.44	3.75
每股净资产	6.15	7.79	9.74	12.56	16.09
估值比率					
P/E	20.69	29.70	57.33	39.57	31.57
P/B	5.14	7.54	11.13	8.63	6.74
EV/EBITDA	16.35	19.09	33.22	29.20	23.34

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。